RELAZIONE DI STIMA

MARCHIO: CONFORT

TITOLARE:

Giudice delegato: Dott. Filomena Di Gennaro

Curatore: Dott. Raffaella Santinelli

Dr.ssa Benedetta Dolci **Dr. Paolo Bolli**

25/02/2026

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Sommario

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO 2
3. INFORMAZIONI UTILIZZATE 2
4. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA 3
5. PRESUPPOSTI E LIMITI DELLA VALUTAZIONE 3
7. LA SOCIETÀ, L'ATTIVITÀ SVOLTA, LA STORIA, IL POSIZIONAMENTO 4
9. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI 5
11. L'APPROCCIO DI MERCATO: IL METODO DELLE ROYALTIES DI MERCATO 8
11.1 Il tasso di royalties 8
11.2 I costi di mantenimento 11
11.4 Durata attesa del marchio 12
11.5 La stima del tasso di attualizzazione 13
11.5.1 Premio per attività prive di rischio (Rf) 13
11.5.2 Premio per il rischio di mercato (Rm) 14
11.5.3 Costo Capitale proprio (Ie) 14
11.5.4 Costo del capitale di terzi (Id) 14
11.5.5 Calcolo del Wacc 14
11.6 La stima del valore con il metodo delle Royalties 14

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

I sottoscritti, Dr. Benedetta Dolci, nata a Chiaravalle il 31 Dicembre 1976, domiciliata presso Praxi IP Spa in Via del Consorzio, 34, 60015 Falconara Marittima (AN) ed iscritta all'albo dei consulenti in Proprietà Industriale – Sezione Marchi e Design (1361M), ed il Dott. Paolo Bolli, nato ad Ancona il 21 Novembre 1965 domiciliato presso lo Studio Bolli Paolo in via Consorzio, 34, 60015 Falconara Marittima (AN) ed iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona al numero 319/A nonché al Registro dei Revisori Contabili e CTU Tribunale di Ancona, hanno ricevuto incarico dalla Dr.ssa Raffaella Santinelli, Curatore nella Liquidazione giudiziale "" No. n. 54/2025 del 05.11.2025 ed autorizzati in data 03 dicembre 2025 dal Giudice Delegato Dott.ssa Filomena Di Gennaro del Tribunale di Macerata, di fornire la valutazione del portafoglio di Proprietà Industriale alla Società , composto dai Marchi CONFORT. La variazione della denominazione da S.P.A. a S.R.L., con mantenimento della Partita iva, non è stata annotata nei registi marchi.

L'incarico ha il fine di definire, in modo motivato, il valore di tali beni immateriali e di comprenderne la capienza del valore di realizzo in ipotesi di vendita dei beni a terzi separatamente dagli altri beni aziendali, in relazione all'attività liquidatoria degli assets della procedura di liquidazione in atto.

Si tratta, in particolare, di quantificare il valore di base cui procedere per offrire in vendita a terzi detti beni, secondo le modalità che la Procedura desidera.

In relazione a detto incarico, si evidenzia in via preliminare che nella stima del portafoglio in esame, si è dovuto necessariamente tener conto della specifica situazione di discontinuità aziendale, venutasi a creare con la liquidazione giudiziale.

2. PROFILO DEI PERITI

Ai fini dello svolgimento del presente incarico i sottoscritti dichiarano:

a) Il rispetto dell'etica professionale;
b) L'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
c) La neutralità nella ricerca degli elementi informativi, nelle loro elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, adottando prassi che limitano le valutazioni di carattere personale;
d) La diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo;
e) L'assenza di conflitti di interesse.

3. INFORMAZIONI UTILIZZATE

I dati, documenti, ed informazioni su cui la relazione si basa sono stati forniti dall'azienda e/o reperiti da fonti di pubblica diffusione. Ne consegue che scostamenti rispetto alle conclusioni raggiunte nella Relazione potrebbero risultare da imprecisioni, errori ed omissioni nelle informazioni ricevute.

La documentazione utilizzata ai fini del presente lavoro è la seguente:

- Certificati di registrazione dei marchi (Allegato 1-5)
- Bilanci della società . relativi agli esercizi 2020-2024, depositati presso gli Uffici Pubblici competenti (Allegato 6-10);
- Informazioni finanziarie (quali prezzi di borsa, dati economici, etc.) ottenute attraverso banche dati specializzate;
- Dati sui tassi di royalty.

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Si evidenzia che i dati considerati non sono stati oggetto di controllo o verifica, come meglio specificato nel paragrafo 5.

4. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

In base al tenore e alle finalità della stima, la presente valutazione è redatta con riferimento alla data del 25 febbraio 2026.

5. PRESUPPOSTI E LIMITI DELLA VALUTAZIONE

Relativamente ai presupposti e ai limiti nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue al fine di interpretare correttamente quanto appresso indicato:

- la stima assume a riferimento fatturati, marginalità storiche e bilanci di relativi agli esercizi 2020-2024, forniti dalla società stessa;

6. la stima è stata condotta sulla base di metodologie e di scelte applicative che, alla luce delle *best practice*, chi scrive ha ritenuto maggiormente rispondenti alla prassi e più appropriate al caso di specie;

- la stima è stata effettuata avendo riguardo alle informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali nonché alle condizioni di mercato disponibili e valutabili alla data del 25 febbraio 2026, tenendo conto degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. La stima non tiene conto, pertanto, della possibilità del verificarsi di ulteriori eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali anche internazionali, il ripristino di situazioni pandemiche). È quindi inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella valutazione. Nulla di quanto esposto nella presente relazione può pertanto essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa la performance prospettica dell'*asset* ovvero come una promessa o rappresentazione dell'effettivo corrispettivo di cessione del marchio oggetto di stima;
- la valutazione effettuata fa riferimento a stime di dati gestionali ed economico-finanziari previsionali, i quali sono, per loro natura, incerti. Parimenti, si fa presente che anche i parametri impiegati nella valutazione e desunti dal mercato risentono di inevitabili fattori di incertezza legati ad aspettative, comportamenti irrazionali, ampiezza dei campioni utilizzati, contesto di riferimento, etc. Conseguentemente, la presente stima sconta inevitabilmente un certo grado di aleatorietà e incertezza, tipici di ogni procedimento valutativo;
- con riferimento alla base informativa, si evidenzia che tutte le informazioni raccolte sono state utilizzate per l'applicazione della metodologia di valutazione prescelta e sono state analizzate unicamente in termini di affidabilità, ragionevolezza e coerenza complessiva, compatibilmente con le tempistiche previste dall'incarico. Non si è svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni nel presupposto della correttezza, completezza e accuratezza dei dati utilizzati in quanto forniti da che se ne assume la piena e incondizionata responsabilità. I sottoscritti non esprimono alcuna forma di *assurance* sui dati e sulle informazioni indicati nella presente relazione.

In chiusura, si precisa che la valutazione, le conclusioni e le considerazioni sviluppate ai fini della presente relazione non possono essere isolate dal contesto e dall'ambito nel quale sono state determinate e si evidenza che non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che è stato affidato alla scrivente.

6. CONDIZIONI PER LA VALUTAZIONE

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Nel caso del marchio d'impresa, la dottrina economica ed aziendale ritiene generalmente che, per poter giustificare una valutazione autonoma del marchio rispetto al complesso di beni aziendali, debbano essere rinvenibili i seguenti elementi:

- **IDENTIFICABILITÀ**: L'identificazione dei marchi è legata in primo luogo al fatto che gli stessi sono oggetto di registrazione e quindi di specifici titoli brevettuali singolarmente identificabili. Sulla base delle normative sui marchi vigenti nei Paesi di protezione, il mantenimento delle registrazioni presuppone una utilizzazione continuativa degli stessi negli anni successivi alla registrazione. Dal punto di vista economico, il criterio della identificabilità coincide con la possibilità di attribuire un flusso economico indipendente ai marchi oggetto di valutazione.
- **TRASFERIBILITÀ e SEPARABILITÀ**: La trasferibilità del marchio è assicurata in termini legali dalla legislazione nazionale. L'Art. 23 del Codice di Proprietà Industriale intitolato Trasferimento del marchio recita che "Il marchio può essere trasferito per la totalità o per una parte dei prodotti o servizi per i quali è stato registrato". A tale proposito, nella realtà economica avvengono spesso cessioni di marchi da un'azienda all'altra, separatamente dall'azienda.
- **TUTELABILITÀ**: La tutelabilità è da intendere come idoneità del titolo a valere nel tempo con particolare riferimento ai requisiti per l'ottenimento e la difesa di una valida privativa. I requisiti previsti dalla legge per la validità del marchio sono la novità, capacità distintiva e liceità. Gli strumenti da utilizzare nella valutazione sono quelli della verifica della potenziale "resistenza" del marchio ad opposizioni, della valutazione della possibilità "giuridica" che siano sollevate obiezioni, e, non ultimo, l'uso continuativo degli stessi. Sulla base delle normative sui marchi vigenti nei Paesi di protezione, il mantenimento delle registrazioni presuppone infatti una utilizzazione continuativa degli stessi negli anni successivi alla registrazione.

7. LA SOCIETÀ, L'ATTIVITÀ SVOLTA, LA STORIA, IL POSIZIONAMENTO

Il Calzaturificio (ora in Liquidazione), nasce nel 1976 quale realtà produttiva specializzata nella fabbricazione di calzature comode da donna. Fin dalla sua costituzione, l'azienda si è contraddistinta per la costante ricerca dei materiali, degli accessori e per lo studio attento delle forme e della calzata, elementi che ne hanno consolidato la posizione nel settore delle calzature comfort Made in Italy.

I prodotti derivano dal know-how maturato da maestri calzaturieri e sono tuttora oggetto di apprezzamento nel mercato nazionale. La cura del design, unita alla qualità costruttiva e alla continua attenzione all'immagine aziendale, ha contribuito al rafforzamento del marchio Confort nel tempo.

8. IDENTIFICAZIONE DEL MARCHIO OGGETTO DI VALUTAZIONE

Il marchio CONFORT di cui si richiede di fornire un valore di stima, è protetto in Italia e in ambito Europeo attraverso le seguenti registrazioni:

i. **ITALIA** – Marchio CONFORT No. 302021000017858 depositato il 02/02/2021 e registrato;

ii. **EUROPA** – Marchio CONFORT No. 018388928 depositato il 02/02/2021 e registrato;

iii. **ITALIA** – Marchio CONFORT rinnovo No. 362016000074561 depositato per la prima volta il 21/11/1986 e registrato;

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

iv. **ITALIA** – Marchio COMFORT rinnovo No. 362016000074565 depositato per la prima volta il 12/01/2007 e registrato;

v. **ITALIA** – CONFORT No. 302017000123627 depositato il 30/10/2017 e registrato.

Si evidenzia la funzione di **marchio di protezione** o difensivo svolta dal segno COMFORT, depositato con l'intento di tutelare l'azienda rispetto a possibili casi di *misspelling* o varianti del marchio principale. Pur trattandosi di un marchio che, allo stato, **non risulta probabilmente oggetto di un effettivo utilizzo** da parte dell'impresa, esso mantiene **piena validità giuridica**. Analoga considerazione vale per il marchio CONFORT 2.

Entrambi i segni risultano infatti in vita, non essendo state promosse azioni di decadenza per non uso. Di conseguenza, possono essere legittimamente **ricompresi nel pacchetto marchi cedibile**, soprattutto in considerazione della **potenziale utilità di disporre di marchi di linea o di ulteriori estensioni del portafoglio** identificativo dell'impresa.

Ai fini della valutazione, **il marchio CONFORT sarà considerato unitariamente**, indipendentemente dalla specifica stilizzazione grafica adottata nelle diverse registrazioni, in quanto espressivo di un medesimo nucleo distintivo.

9. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI

Ai fini della determinazione del valore di un bene immateriale esistono molteplici criteri di valutazione[1].
Le diverse metodologie sono principalmente raggruppabili in:

1. Metodi basati sui costi o *cost approach*;
2. Metodi economico reddituali basato sui flussi di risultato o di reddito o *income approach* (nelle versioni del "premium price", dei risultati differenziali, dei tassi di Royalties, etc.).

I metodi basati sui costi quantificano il valore del marchio partendo dall'assunto che il valore di un bene immateriale sia pari ai costi e agli oneri necessari ad ottenere quello specifico asset ed in considerazione degli oneri sostenuti dall'Azienda per l'ideazione, il lancio, lo sviluppo ed il mantenimento, in cui sono compresi tutti i costi di realizzazione tecnica, di design, di registrazione, di promozione, di pubblicità, ossia tutti quei costi che hanno consentito di avviare il marchio, di consolidare l'immagine, di rivitalizzarlo in momenti di difficoltà. Nei **Metodi basati sul costo** rientrano:

- Il metodo del **costo storico puro** o più frequentemente del **costo storico aggiornato** che consiste nell'applicare un fattore matematico attuariale al costo storico puro o del **costo storico rivalutato** che invece consiste nel rivalutare attraverso un indice Istat i costi storici aggiornati;
- Il metodo del **costo storico adeguato** che mutua la logica del costo storico ma introduce abbattimenti legati al tipo di costi e alla vita residua e utilità dell'asset, in modo da attribuire un peso diverso ai costi, progressivamente ridotto a seconda del contributo dato alla costruzione del valore del marchio (più il valore del ricordo è lontano nel tempo meno peso ha);

[1] Sull'argomento si veda tra gli altri:
a) Gordon V. Smith, "Trademark Valuation" Ed. Wiley Intellectual Property Series, 1997
b) Diego Pallini "Brevetti e impresa" Ed. IPSOA, 2008
c) Russel L. Parr - Gordon V Smith "Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets" Ed. Wiley Intellectual Property Series, 2000
d) Daniele Balducci – "Valutazioni di beni immateriali e asset intangibili" Ed. Aedi 2021

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

- Il metodo del **costo storico residuale** che rappresenta una variante del metodo del costo storico adeguato e che si concretizza nella quantificazione dei costi di riferimento che vengono adeguati finanziariamente ed anche ponderati in base alle tipologie di costi in quanto alcuni di essi producono una maggiore influenza sul valore dell'asset per via del maggiore apporto che essi possono dare alla costruzione del valore del bene nel tempo;
- Il **metodo del costo di riproduzione o sostituzione** basato sull'apprezzamento degli **investimenti** che si dovrebbero sostenere per la ricostruzione del bene al fine di disporre di una risorsa intangibile simile a quella oggetto di stima. Il metodo definisce il valore di un bene immateriale attraverso l'espressione dell'investimento necessario a ricreare un bene con le medesime caratteristiche tecniche ma nelle condizioni esistenti al momento della valutazione, tentando di dimensionare il bene al momento economico e di mercato vigente. Anche il metodo in parola presuppone una rimodulazione dei costi necessari alla creazione del bene in base a coefficienti da modulare sul caso concreto.

La principale criticità nell'applicazione dell'approccio del costo consiste nell'identificare i costi rilevanti. Tali costi includono i costi diretti (costi di ideazione, lancio, costi per il personale interno, per consulenze di esterni esperti), sia i costi indiretti (costi pubblicitari e promozionali, costi di perfezionamento), i costi opportunità e la remunerazione per i rischi dello sviluppo del bene intangibile. La misura dei costi indiretti attribuiti al bene intangibile deve essere valutata caso per caso in relazione agli specifici fatti e circostanze.

Il secondo approccio è quello basato sui **metodi economico-reddituali** che si basano sull'assunto che il valore di un marchio derivi dalla sua capacità di **generare benefici economici futuri** a favore del titolare lungo la durata della vita utile residua del segno distintivo. Tali benefici possono manifestarsi in forme diverse: **maggiori ricavi, risultati differenziali, incrementi di margine, flussi di cassa incrementali**, oppure **risparmi di costo che il marchio** consente di ottenere grazie al suo potere distintivo e alla fiducia riposta dal consumatore.

Secondo questo approccio, il valore del marchio è pari al **delta** tra i risultati economici (contributi, margini, utili) ottenibili da prodotti o servizi **dotati di marchio** e quelli realizzabili con beni **unbranded** o con un marchio nuovo, privo di riconoscibilità o con una capacità attrattiva molto limitata. Il marchio, infatti, può consentire all'impresa di praticare condizioni di vendita più favorevoli, in virtù della sua capacità di rassicurare il consumatore sulla qualità e sull'affidabilità del prodotto.

I principi contabili italiani, all'interno di tale impostazione, distinguono tra metodi **diretti** e **indiretti**; quelli **diretti** mirano a stimare un reddito specificamente attribuibile al bene immateriale, mentre quelli **indiretti**, quantificano i flussi complessivi dell'impresa e isolano la quota imputabile al marchio.

All'interno di questi criteri, rientrano tre principali metodi:

1. **Metodo del risultato differenziale (with & without)**
2. **Metodo del prezzo differenziale (premium price)**
3. **Metodo dei tassi di royalty (Relief from Royalty Method)**

Il **Metodo del risultato differenziale (with & without)** determina il valore del marchio confrontando due scenari prospettici: **con** la presenza del marchio (scenario *with*), oppure **senza** la presenza del marchio (scenario *without*). Il valore del bene immateriale deriva dalla **differenza tra i risultati economici** nei due scenari, differenza che costituisce l'effetto del marchio sui flussi di reddito dell'impresa. Il marchio viene così valutato sulla base dei **flussi mancanti** che si registrerebbero qualora l'azienda ne fosse priva. Tali flussi differenziali vengono poi **attualizzati** tenendo conto della vita economica residua del marchio.

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Il **Metodo del prezzo differenziale (premium price)** individua nel maggior prezzo realizzabile grazie al marchio l'espressione diretta dei benefici economici attribuibili al segno distintivo. Il consumatore, percependo il marchio come sinonimo di qualità, esperienza o affidabilità, è disposto a pagare un prezzo superiore rispetto a un prodotto simile ma privo di marchio o con un marchio debole.

Il **premium price** corrisponde alla differenza tra:

- il prezzo del prodotto venduto con il marchio da stimare, e
- il prezzo praticabile per un prodotto analogo ma privo del marchio.

Il vantaggio economico così identificato va proiettato lungo la vita utile del marchio, tenendo conto degli eventuali **maggiori costi commerciali, pubblicitari o produttivi** necessari per sostenere e mantenere la forza attrattiva del marchio nel tempo. Anche in questo caso il valore viene ottenuto tramite **attualizzazione** dei flussi differenziali.

Il **Metodo dei tassi di royalty (Relief from Royalty Method)** è oggi il più diffuso nella valutazione dei marchi, poiché consente di evitare le incertezze tipiche della stima dei benefici differenziali. Tale metodologia individua il valore del marchio nel **risparmio economico** per l'impresa derivante dal non dover licenziare il marchio da un soggetto terzo.

Si basa sulla seguente logica, se l'impresa non possedesse il marchio, dovrebbe pagare una royalty per utilizzarlo. Il valore del marchio è dunque pari al valore attuale delle **royalties risparmiate**.

10. SCELTE METODOLOGICHE

La scelta della metodologia più appropriata per la quantificazione del valore di un marchio dipende in modo sostanziale dalla finalità della valutazione, dalla qualità e quantità delle informazioni disponibili e dalla situazione specifica dell'azienda oggetto di analisi. Nel caso in esame, non risulta applicabile un metodo basato sui costi, poiché i costi sostenuti lungo l'intero arco temporale di vita del marchio — dalla fase di ideazione, al lancio, alla crescita — risulterebbero di difficile individuazione e, comunque, scarsamente rappresentativi del valore economico attuale del segno distintivo. Per analoghe ragioni, risulta difficilmente adottabile anche un metodo reddituale basato sui risultati differenziali, che richiederebbe dati specifici, completi e puntuali sull'andamento economico del marchio, informazioni che allo stato attuale risultano solo parzialmente disponibili.

Alla luce di tali limitazioni, lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare il metodo economico-reddituale dell'attualizzazione delle royalties (c.d. Relief from Royalty Method), quale criterio di fatto più idoneo e applicabile al caso concreto. Il metodo delle royalty rappresenta infatti un modello largamente utilizzato nelle valutazioni di marchi, sia nella prassi nazionale sia internazionale, in quanto si fonda su parametri osservabili, in particolare sul fatturato generato dai prodotti o servizi contraddistinti dal marchio. Tale approccio consente di determinare il valore del segno distintivo assumendo come riferimento la royalty che un soggetto terzo sarebbe disposto a corrispondere per ottenere in licenza l'uso del marchio stesso: il valore è quindi ricondotto al risparmio economico che l'impresa ottiene dal non dover pagare tale royalty.

La scelta di questo metodo trova inoltre giustificazione nel fatto che esso risponde a un ragionamento semplice, comprensibile e basato su grandezze misurabili, risultando particolarmente coerente con l'obiettivo della presente perizia, orientata alla determinazione di un valore di mercato dei marchi. Pur non esistendo un metodo

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

universalmente valido per ogni circostanza, e fermo restando che ogni valutazione deve essere adattata alle caratteristiche del caso concreto, il metodo delle royalty rappresenta nel presente contesto la soluzione più sostenibile metodologicamente, sia per la natura dei dati disponibili, sia per la finalità stessa della stima.

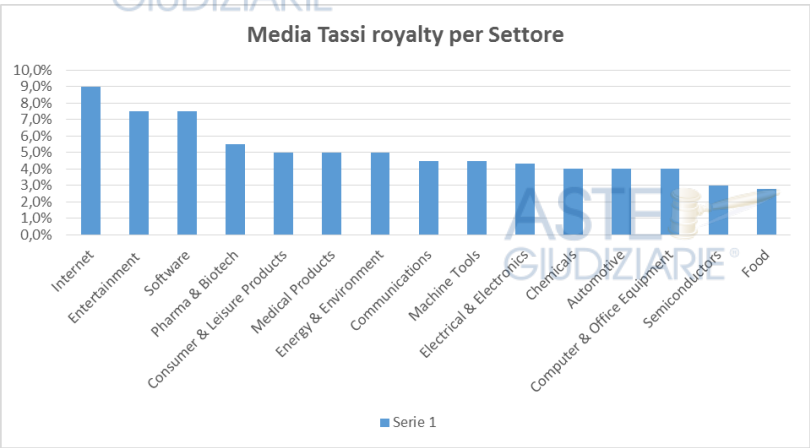
11. L'APPROCCIO DI MERCATO: IL METODO DELLE ROYALTIES DI MERCATO

La valutazione di un marchio con il metodo in esame richiede la stima di una pluralità di parametri ossia il tasso delle royalties, il flusso di royalties, l'orizzonte temporale di vita residua del marchio, il tasso di attualizzazione. I paragrafi di seguito riportati spiegano come sono stati calcolati i valori coinvolti nella Stima.

11.1 Il tasso di royalties

La stima del tasso delle royalties è un passaggio delicato che presuppone di ponderare i contributi di vari criteri di determinazione dello stesso. I tassi di royalties rilevabili sul mercato possono assumere valori molto diversi a seconda dei settori indagati, con percentuali molto variabili. Nel nostro caso abbiamo preso le mosse dalle royalty di libero mercato relative a licenze d'uso di beni simili, in circostanze comparabili, applicando tuttavia dei correttivi più pertinenti al caso concreto degli IP coinvolti dall'operazione.

Per la ricerca delle transazioni comparabili si possono considerare sia le eventuali transazioni che avvengono tra l'impresa stessa e società terze indipendenti, nelle quali il bene oggetto della transazione è simile a quello in esame, sia transazioni tra imprese indipendenti nessuna delle quali coincide con l'impresa stessa. Sulla base di tali informazioni, è possibile isolare dei range di royalties per settore (Fonte: Royalty Rates for Trademarks & Copyrights, 5th Edition Published by Intellectual Property Research Associates, Inc. By Russell L. Parr.) e per i settori **Consumer&Leisure Products**, sono suggeriti range di tasso di royalties pari a 0%-5%, come riportato di seguito.



Il dato è inoltre confermato da Vasco, il quale in *La valutazione dei beni intellettuali nelle PMI*, conferma che nel settore manifatturiero nel **63% dei casi il tasso di Royalty si aggira tra il 0-10%,** con alta concentrazione (43% dei casi) nel range 0-5%, come riportato nella tabella che segue.

Settori di attività	Livelli di royalty correnti						
	0-2 %	2-5%	5-10%	10-15%	15-20%	20-25%	>25%
Aerospaziale		40,00%	55,00%	5,00%			
Automobilistico	35,00%	45,00%	20,00%				
Chimico	18,00%						0,10%
informatico	42,50%	57,50%					
Elettronico		50,00%	45,00%	5,00%			
Energetico		50,00%	15,00%	10,00%		25,00%	
Alimentare	12,50%	62,50%	25,00%				
Farmaceutico	1,30%	20,70%	67,00%	8,70%	1,30%	0,70%	0,30%
Manifatturiero	21,30%	21,50%	20,30%	2,60%	0,80%	0,80%	2,60%

E. Vasco. "la valutazione dei beni immateriali nelle pmi", pag 119.

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Detto range sembra anche in linea con la letteratura relativa ai tassi di licenza che individua dei tassi generici in alcuni casi o declinati per settore in altri, si vedano a tale proposito Sandri e Sandri che, salvo i casi di marchi molto noti, suggerisce un range dello 0,5% / 8% (2%/ 8% per marchi importantissimi), Vasco (2004) che indica dei tassi inferiori al 15% con maggiore probabilità di intervallo tra il 2% ed il 5% ed ancora Vasco in "*La perfetta valutazione del marchio*" (2005) indica per i prodotti al consumo un intervallo dall'1% al 10%.

Di fronte alle dibattute difficoltà di determinazione della percentuale di royalties, l'Amministrazione Finanziaria, con Circolare Ministeriale n. 32 del 22/09/1980, mossa dalla necessità di enucleare criteri analitici di determinazione del valore normale delle transazioni aventi ad oggetto beni immateriali, considerata l'esigenza di certezza per il contribuente e la necessità di un rapido accertamento per l'Amministrazione, ha stabilito che possano essere considerati "valori normali" da ritenere congrui, canoni oscillanti tra il 2% ed il limite del 5% del fatturato della società licenziataria. Ciò nell'ambito delle pattuizioni con percipiente (di solito licenziante e controllante) avente sede all'estero, in riferimento a royalties legate però ad un diritto di brevetto industriale.

Alla luce dei dati sui range sopra indicati, riteniamo corretto adottare un range oscillante tra l'1% e il 5%.

In particolare, tale valutazione è giustificata dal fatto che il settore calzaturiero, soprattutto nella fascia confort, non rientra tra quelli con le royalty più elevate (come luxury fashion), ma più vicino ai benchmark dei consumer goods, tipicamente più contenuti, e inoltre i range si estendono sino al 10% per i marchi fortemente noti o di fascia alta, mentre per i brand non-premium, i valori effettivi si concentrano nei range più bassi.

Ipotizzati i range entro i quali muovere le nostre valutazioni, al fine di ridurre la divaricazione del range di royalties e determinare il valore più vicino alle caratteristiche del marchio da valutare, è consigliabile adottare il "Metodo Interbrand", che attraverso la determinazione della forza della marca permette di ponderare il posizionamento specifico all'interno del range, con l'obiettivo di limitarne l'arbitrarietà. Il metodo Interbrand è uno dei principali approcci internazionali alla valutazione dei marchi e si basa sull'idea che il brand generi una parte del valore economico dell'impresa grazie alla sua capacità di *attrarre e fidelizzare i clienti, differenziare il prodotto, sostenere un premium price o aumentare la conversione, ridurre il rischio percepito, facilitare l'espansione geografica e l'estensione di gamma.*

Tale metodo attribuisce un peso specifico a ciascuno dei seguenti fattori:

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

FATTORE	DESCRIZIONE	VALORE ATTRIBUITO
Leadership	misurazione delle quote di mercato possedute dalla marca nel settore di riferimento	Massimo 25
Stabilità	capacità del marchio di tenere avvinto il consumatore, cioè la fedeltà al marchio	Massimo 15
Mercato	stima sia della struttura, sia delle caratteristiche del mercato/settore che influenzano il marchio	Massimo 10
Trend	evoluzione prevedibile del marchio, la sua attitudine a rispondere efficacemente ai mutamenti del mercato ed alla strategia della concorrenza	Massimo 10
Supporti di marketing	attività di promozione, comunicazione e pubblicità svolte in favore del marchio negli ultimi anni e considerate in un'ottica sia quantitativa (ammontare degli investimenti effettuati) che qualitativa (ad esempio: qualità del messaggio, penetrazione...)	Massimo 10
Internazionalità	grado di diffusione del marchio a livello globale, con analisi specifica della posizione mercato per mercato	Massimo 25
Protezione legale	difendibilità del marchio da un punto di vista giuridico (possibilità di imitazione...). Ciò dipende, naturalmente, dall'intrinseca "forza" del marchio oltre che dal numero di categorie merceologiche in cui è registrato	Massimo 5

In applicazione dei suddetti indici, è stato attribuito un valore per ciascuno di essi, calato sul marchio CONFORT e dalla matrice si deduce che la "*Forza della Marca*" del marchio CONFORT sia pari a **32.**

Forza della marca

	0	8,333	16,666	25
	più basso della media	nella media	più alto della media	Valore medio della sezione
Leadership e posizione di mercato				
Anzianità/Riconoscimento				10

	0	5	10	15
	più basso della media	nella media	più alto della media	Valore attribuito
Stabilità e fedeltà del consumatore				5

	0	3,33	6,66	10
	più basso della media	nella media	più alto della media	Valore attribuito
Stabilità mercato (domanda complessiva				6

	0	8,333	16,666	25
	più basso della media	nella media	più alto della media	Valore attribuito
Livello di internazionalizzazione				2

	0	3,33	6,66	10
	più basso della media	nella media	più alto della media	Valore attribuito
Trend attuale				4

	0	3,33	6,66	10
	più basso della media	nella media	più alto della media	Valore attribuito
Attività di Marketing a sostegno del marchio				
Spese di promozione				
Strumenti di promozione				1

	0	1,66	3,33	5
	più basso della media	nella media	più alto della media	Valore attribuito
Protezione legale				4
Totale score				32

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

In particolare, un punteggio apprezzabile è stato attribuito alla *Leaderdership e posizione di mercato,* in virtù della storicità del marchio.

Gli altri punteggi sono stati attribuiti considerando che il mercato può considerarsi costante, connotato da clientela probabilmente fidelizzata, oggi indebolita dall'assenza di attività e dalla liquidazione, ma comunque maturo e relativamente stabile, senza picchi negativi strutturali.

Valori contenuti sono stati invece applicati per il Livello di Internazionalizzazione.

In applicazione del suddetto criterio, il tasso di licenza da applicare al marchio CONFORT è pari a 2,28.

Nel processo di definizione del tasso di royalty, il metodo Interbrand rappresenta il criterio principale, poiché consente di isolare il contributo economico effettivamente attribuibile al marchio. In via teorica, tale analisi può essere affiancata da un controllo basato sulla *rule of thumb*, che stima la royalty come percentuale del ROS.

Tuttavia, **per il marchio CONFORT tale criterio non è applicabile,** posto che la società presenta **ROS negativi** per due esercizi e si trova in **liquidazione giudiziale**, condizioni che rendono la regola del ROS metodologicamente errata, poiché fondata su profitti che oggi non esistono e che non rappresentano la reale capacità del marchio di generare valore.

In contesti di crisi e mancata continuità aziendale, la prassi valutativa richiede di ricorrere **esclusivamente al metodo delle royalty basato su benchmark di mercato (Relief from Royalty)**, posizionandosi nella parte bassa del range dei tassi osservati nel settore.

Il tasso di royalty del 2,28% risultante dall'applicazione del metodo Interbrand non può essere adottato integralmente, poiché la ponderazione da un lato non considera la natura descrittiva del marchio CONFORT e dall'altro riflette solo in parte gli effetti della liquidazione giudiziale dell'impresa.

In tali condizioni, la prassi valutativa impone di collocare il tasso nella fascia bassa dei benchmark di mercato. Pertanto, **un range prudenziale ridotto all'1,4%** rappresenta il valore più corretto e coerente con il livello di distintività ridotto del marchio e con l'assenza di continuità aziendale. **Il tasso sarà da applicare al fatturato lordo della Licenziataria.**

11.2 I costi di mantenimento

Per la stima del flusso effettivo di royalties è necessario però considerare anche i costi di mantenimento del valore del marchio.

Studi recenti (es. CMO Survey pubblicata dall'American Marketing Association and Duke University - 2014) si sono focalizzati nell'analisi del rapporto medio tra spese di marketing (comunicazione web, eventi, social media, fiere, etc.) e vendite (provvigioni, personale, etc.) e fatturato in aziende di B2B e B2C.

In termini generali, tali studi indicano un rapporto tra costi di marketing e vendite che tende ad essere compreso tra l'1% e il 30%, con maggior frequenza (58% dei casi) per l'intervallo compreso tra l'1% e il 4%. In ogni caso, dalle ricerche empiriche svolte, risulta che larga parte delle aziende tende ad investire in marketing un importo compreso tra l'1% e il 10% del fatturato. Solo in alcuni ambiti (es. fashion, luxury, etc.) il licenziante sostiene, per

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

una precisa politica di *branding*, i costi di pubblicità istituzionale (non di prodotto); nella maggior parte dei casi, tali costi sono invece a carico esclusivo del licenziatario. Nulla esclude che, in casi specifici, il licenziante si faccia compartecipe di costi relativi ad iniziative promosse dal licenziatario (es. sponsorizzazioni, eventi, etc.).

Trattandosi di un marchio appartenente a un'azienda in stato di liquidazione, che negli ultimi anni non ha sostenuto attività di marketing o investimento volto a mantenere viva la riconoscibilità del brand, è ragionevole ritenere che un eventuale acquirente, **per rilanciare efficacemente il marchio** sul mercato, debba sostenere investimenti iniziali significativi. In particolare, è verosimile ipotizzare che un operatore terzo interessato all'acquisizione **debba destinare**, almeno nei primi tre esercizi successivi all'acquisto, **risorse pari ad almeno l'1%** del fatturato potenziale, al fine di ricostruire la notorietà del brand e sostenerne il riposizionamento commerciale. Tale percentuale, applicata ai livelli storici di fatturato dell'azienda (compresi tra circa € 2,5 e 3,3 milioni annui nel quinquennio 2020-2024), si traduce in un fabbisogno promozionale nell'ordine dei **€ 25.000–33.000 annui**, da considerare come investimento minimo necessario per il rilancio e la riattivazione competitiva del marchio. Abbiamo ipotizzato costi di mantenimento pari a euro 29.000 nei primi due anni, 25.000 nel terzo anno e 20.000 nei due anni successivi.

11.3 Fatturato Atteso

La base su cui calcolare le royalty è rappresentata dal ricavo ottenuto dalla vendita dei prodotti contraddistinti dal marchio, stimato per ciascuno degli anni che ne compongono la vita residua. La dottrina ha elaborato un metodo denominato "*Relief-from-royalty method*" che considera il valore attuale del beneficio economico che il proprietario del marchio consegue in ragione della titolarità dello stesso. In questa variante, il flusso dei ricavi da considerare è rappresentato da quello atteso dall'azienda titolare del marchio. Si riportano di seguito i dati degli ultimi cinque esercizi riferiti ai fatturati della

	2020	2021	2022	2023	2024
Ricavi delle vendite	3.286.400,00 €	2.497.186,00 €	3.286.009,00 €	3.356.249,00 €	2.905.448,00 €
Fatturato Medio	3.066.258,40 €				

L'utilizzo dei dati storici si basa sull'assunto che l'andamento che l'azienda è stata in grado di esprimere nel recente passato, sarà verosimilmente confermato nell'immediato futuro, a condizione di poter godere di una gestione ordinaria e normale.

Sulla base dei dati forniti, possiamo considerare un fatturato calcolato come la media dei fatturati 2020-2024 sviluppato (pari ad euro 3.066.258,40) **abbattuto del 30% nel primo anno**, in considerazione del fatto che l'azienda è temporaneamente sospesa e tali circostanze potrebbero aver inciso sugli aspetti reputazionali, e **una maggiorazione del 10% a partire dal secondo anno.**

11.4 Durata attesa del marchio

Per durata attesa del marchio si intende il numero di anni per i quali dovrà essere considerata la serie di redditi futuri (vita residua del marchio).

Solitamente per i marchi affermati da tempo, si stima una vita residua di 20 anni, 10 per quelli affermati più recentemente. Ciò trova conferma anche nella dottrina e nella prassi di riferimento che suggeriscono di adottare

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

un approccio particolarmente prudenziale nella stima della vita utile dei marchi stante la loro volatilità intrinseca. A tale scopo, si individua un orizzonte temporale di 5-20 anni con forte concentrazione sui 5-15 anni[2].

In dottrina si suggerisce di valutare la vita residua del bene considerando il ciclo di vita del marchio. Qualora l'asset si trovi nella fase centrale della maturità o notorietà, si ritiene lecito attendersi una redditività a lungo termine che possa oltrepassare i venti anni di durata, mentre se il marchio si trova nella fase di consolidamento (generalmente nelle fasi successive all'introduzione sul mercato) la capacità di produrre reddito dovrà essere stimata in un orizzonte temporale più breve.

Nel caso in esame, la vita residua dovuta alla protezione legale del marchio è di cinque anni. Considerate le limitazioni dovute alle vicissitudini aziendali si ritiene prudenziale limitare la durata non oltre la protezione legale di **cinque anni**.

11.5 La stima del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione è il tasso d'interesse da impiegare per trasferire all'attualità, un capitale finanziario esigibile ad una certa data futura (o comunque un certo flusso di cassa futuro), in modo che quel capitale attualizzato, cioè esigibile oggi, sia finanziariamente equivalente al capitale esigibile in data futura.

Stando alle posizioni dottrinali prevalenti tale tasso si ottiene attraverso la somma delle due componenti rappresentate dal rendimento offerto da attività finanziarie prive di rischio (generalmente i titoli di stato), e un premio di rischio di mercato legato all'impresa operante in un settore specifico, includendo nel calcolo anche il costo del capitale di prestito.

È necessario premettere che i parametri di valutazione sono stati attinti da quelli disponibili per il settore, in considerazione altresì delle caratteristiche dimensionali.

La formula maggiormente utilizzata per il calcolo del tasso di attualizzazione è quella del cost of equity o il WACC (weighted average cost of capital). Il WACC è determinato come segue:

$$WACC = We * Ie + Wd * Id * (1-t)$$

We = peso attribuito al capitale proprio;
Wd = peso attribuito al capitale di terzi;
Ie = costo del capitale proprio;
Id = costo del capitale di terzi;
t = aliquota fiscale teorica della società.

11.5.1 Premio per attività prive di rischio (Rf)

Il tasso di rimunerazione per il puro investimento di capitale (risk free rate) è determinato avendo riguardo al **rendimento dei Titoli di Stato a scadenza medio/lunga**. La durata e la sicurezza di tali titoli, ben si attagliano al tipo di remunerazione ricercata. La scelta del tasso più adeguato è subordinata unicamente all'esigenza di assicurare coerenza tra flussi e tassi.

[2] Guatri, Bini, 2009; Zanda et al. 1996
Balducci, 2021 Valutazioni di beni immateriali e asset intangibili

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Nel caso di specie, si è ritenuto opportuno assumere come parametro il valore risultante dal rendimento lordo dei BTP a 10 anni a febbraio 2026 (ISIN BTP 10 anni IT0005518128) pari a 3,5%.

11.5.2 Premio per il rischio di mercato (Rm)

Il premio di mercato per il rischio azionario (Equity risk premium) riferito all'Italia, aggiornato al 5 gennaio 2025 è stato stimato pari al **6,69 (Fonte: Stern University) – Allegato 11.** Esso è inteso come maggior rendimento atteso dal mercato azionario rispetto ad un investimento in titoli di debito privi di rischio. Il premio corrisponde alla necessità di remunerare adeguatamente il capitale tenuto conto prevalentemente del rischio Paese.

11.5.3 Costo Capitale proprio (Ie)

(Rf) = Risk free rate - rendimento netto BTP 10 anni		3,5%
Tasso di inflazione medio 2025		2,00%
i_1 (Rf) = Risk free rate netto inflazione		1,5%
(Rm) = Market risk Premium	6,69%	
Coefficiente Beta levered della Società	1,21	
i_2 premio per il rischio = beta x (Rm - Rf)		3,85%
Ie = i_1 **+** i_2		**5,4%**

Per la stima del Beta abbiamo considerato i dati forniti dalla Stern University relativi ai Beta Europei, categoria *Shoes* (Allegato 12).

11.5.4 Costo del capitale di terzi (Id)

Si ritiene ragionevole adottare un costo medio del capitale di terzi prospettico pari a **5%**.

11.5.5 Calcolo del Wacc

Ipotizziamo un rapporto capitale proprio/capitale di debito (debiti finanziari su patrimonio netto) medio di aziende italiane di piccole dimensioni pari a 35% - 65%.
Essendo stati determinati tutti i fattori utili della formula è ora possibile calcolare il Wacc aziendale. Allo scopo, si è assunto un tax-rate di riferimento pari al 28%. Conseguentemente, il **WACC** netto è stimato e arrotondato al **4,23%**

11.6 La stima del valore con il metodo delle Royalties

Il valore del marchio si ottiene considerando tutti i valori descritti nella presente relazione, gli anni di vita residua del bene, la percentuale di royalties applicata ai fatturati attesi per ciascun anno, decurtati dei costi di mantenimento e delle imposte, nonché il tasso di attualizzazione del 4,39%, applicando la formula dell'attualizzazione di un flusso di redditi futuri.

Conseguentemente, sulla base del metodo delle royalties, il valore del marchio CONFORT oggetto di stima può essere quantificato in Euro 36.877,00 arrotondato **(Euro TRENTASEIMILAOTTOSETTANTASETTE/00).**

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

I dati riportati nel presente elaborato sono quelli cui sono giunti i sottoscritti stimatori in coscienza di aver operato secondo giustizia.

Ancona, 25 febbraio 2026

Dr. Benedetta DOLCI
Isc. Albo 1361M



Dr. Paolo Bolli
Isc. Albo 319 Sez. A



Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

ALLEGATI

1) Certificato Registrazione marchio No. 362016000074561;
2) Certificato Registrazione marchio No. 362016000074565;
3) Certificato Registrazione marchio No. 302017000123627;
4) Certificato Registrazione marchio No. 302021000017858;
5) Certificato Registrazione marchio No. 018388928;
6) Bilancio CONFORT SPA 2020;
7) Bilancio CONFORT SRL 2021;
8) Bilancio CONFORT SRL 20222;
9) Bilancio CONFORT SRL 2023;
10) Bilancio CONFORT SRL 2024;
11) Equity Risk Premium;
12) Beta Europe.

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009